

中国中免 (601888)

2022 年度业绩快报点评: Q4 客流承压业绩低于预期, 2023 年离岛免税高景气业绩有望逐季兑现

买入 (维持)

2023 年 02 月 05 日

证券分析师 吴劲草
执业证书: S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄
执业证书: S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn

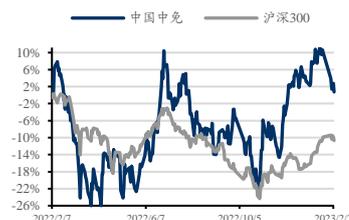
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	67,676	54,463	94,367	121,220
同比	29%	-20%	73%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	9,654	5,025	13,231	15,444
同比	57%	-48%	163%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.67	2.43	6.40	7.47
P/E (现价&最新股本摊薄)	45.21	86.86	32.99	28.26

关键词: #困境反转 #稀缺资产

投资要点

- **事件:** 2023 年 2 月 3 日, 中国中免发布 2022 年度业绩快报公告, 公司预计 2022 年度实现营业收入 544.63 亿元, yoy-20%; 营业利润 76.05 亿元, yoy-49%; 归母净利润 50.25 亿元, yoy-48%。
- **受全国大面积疫情和海南封控的影响, Q4 业绩持续承压。** 根据快报及前三季度数据测算, 2022Q4 实现营业收入 150.99 亿元, yoy-17%; 营业利润 9.35 亿元, yoy-32%; 归母净利润 3.98 亿元, yoy-66%。受 11/12 月海南封控和 12 月全国大面积疫情的影响, 2022Q4 业绩低于预期。
- **收入下滑幅度小于赴岛客流和离岛购物金额下滑幅度。** 受疫情影响, 2022 年第四季度海南赴岛客流量明显回落, 2022Q4 三亚+海口两机场旅客吞吐量合计 440.3 万人, 比 2021 年同期-41%, 较 2019 年同期客流恢复程度不到 40%。根据海口海关披露数据, 2022Q4 海南离岛免税购物金额合计 77.4 亿元, 比 2021 年同期-44%。公司整体收入下滑程度小于客流和整体离岛购物下滑幅度。
- **春节旺季销售有望延续:** 春节后, 目前三亚凤凰、海口美兰两机场日进港客流仍维持在 7.5-8 万的高位, 考虑当前居民出行意愿恢复较好, 我们认为 2023Q1 赴岛游及免税销售将维持高景气状态。根据我们对线上线下折扣跟踪来看, 免税折扣较 2022 年 Q4 环比显著收窄, 预计 2023Q1 有望恢复 2022 年 Q1 的 34% 高毛利水平, 兑现较好的盈利状况。
- **盈利预测与投资评级:** 海南客流的逐步恢复、疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固, 随着海口国际免税城业绩持续爬坡、三亚海棠湾一期二号地于 2023 年投入运营, 公司将重新进入市场份额提升通道, 中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。考虑海口国际免税城投运及出境游修复过程中机场租金上涨, 将 2022-2024 年盈利预期下调至 50.25/132.31/154.44 亿元(前值 72.47/141.31/160.46 亿元), 对应 2022-2024 年 PE 估值为 87/33/28 倍。疫情短期影响不改中长期趋势, 边际改善有望逐步释放, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复、宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	210.96
一年最低/最高价	153.59/239.99
市净率(倍)	9.06
流通 A 股市值(百万元)	411,894.24
总市值(百万元)	436,446.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.29
资产负债率(% ,LF)	23.13
总股本(百万股)	2,068.86
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888): Q3 疫情影响客流暂时承压, 海口国际免税城开业孕育边际改善》

2022-10-30

《中国中免(601888): 国庆出行数据符合预期, 关注海口国际免税城开业对海南赴岛游的催化作用》

2022-10-08

中国中免三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38,542	39,500	58,117	81,784	营业总收入	67,676	54,463	94,367	121,220
货币资金及交易性金融资产	16,856	15,969	25,982	44,471	营业成本(含金融类)	44,882	38,250	64,641	84,854
经营性应收款项	454	197	328	346	税金及附加	1,839	1,276	2,170	2,788
存货	19,725	22,187	30,081	34,417	销售费用	3,861	4,535	7,936	9,127
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,250	2,110	2,363	2,552
其他流动资产	1,507	1,147	1,727	2,550	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	16,932	17,030	17,060	16,873	财务费用	-43	414	-71	-191
长期股权投资	992	992	992	992	加:其他收益	278	154	266	342
固定资产及使用权资产	6,126	5,526	4,960	4,376	投资净收益	162	186	323	414
在建工程	2,890	3,690	4,390	4,890	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,401	2,398	2,395	2,392	减值损失	-522	-794	-790	-688
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	1	3	6	7
长期待摊费用	812	762	712	662	营业利润	14,804	7,427	17,130	22,165
其他非流动资产	2,889	2,839	2,789	2,739	营业外净收支	-3	-13	-10	-7
资产总计	55,474	56,530	75,178	98,657	利润总额	14,801	7,414	17,120	22,158
流动负债	17,136	15,053	19,320	24,630	减:所得税	2,437	1,347	2,739	3,988
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,957	1,957	1,957	1,957	净利润	12,365	6,068	14,381	18,170
经营性应付款项	5,889	5,388	6,119	8,045	减:少数股东损益	2,711	1,043	1,150	2,725
合同负债	1,372	1,530	1,939	2,546	归属母公司净利润	9,654	5,025	13,231	15,444
其他流动负债	7,919	6,178	9,305	12,082	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.67	2.43	6.40	7.47
非流动负债	3,546	3,546	3,546	3,546	EBIT	14,598	8,440	17,512	22,229
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	16,120	9,719	18,758	23,493
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.68	29.77	31.50	30.00
租赁负债	3,487	3,487	3,487	3,487	归母净利率(%)	14.26	9.23	14.02	12.74
其他非流动负债	60	60	60	60	收入增长率(%)	28.67	-19.52	73.27	28.46
负债合计	20,682	18,599	22,866	28,176	归母净利润增长率(%)	57.23	-47.95	163.32	16.73
归属母公司股东权益	29,619	31,715	44,945	60,390					
少数股东权益	5,173	6,216	7,366	10,092					
所有者权益合计	34,791	37,930	52,312	70,481					
负债和股东权益	55,474	56,530	75,178	98,657					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,329	3,363	11,093	19,272	每股净资产(元)	15.17	15.33	21.72	29.19
投资活动现金流	-2,318	-1,201	-959	-662	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	-3,817	-3,050	-121	-121	ROIC(%)	36.49	16.52	29.09	27.27
现金净增加额	1,998	-887	10,013	18,489	ROE-摊薄(%)	32.59	15.84	29.44	25.57
折旧和摊销	1,522	1,279	1,247	1,264	资产负债率(%)	37.28	32.90	30.42	28.56
资本开支	-2,153	-1,387	-1,281	-1,077	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.21	86.86	32.99	28.26
营运资本变动	-6,494	-4,722	-5,128	-556	P/B(现价)	13.91	13.76	9.71	7.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

